

江淮汽车 (600418.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

吴文钊

分析师 SAC 执业编号: S1130511040006

(8621)61038231

wuwz@gjzq.com.cn

轿车销量企稳回升, 盈利能力改善更值得关注

事件

今日, 我们赴江淮旁听了公司年度股东大会并参与了投资者交流活动。我们着重了解了公司近期轿车、SUV 的销量形势、毛利率提升情况以及公司在新能源汽车方面的进展规划等。我们对公司的观点更新如下:

评论

轿车销量企稳回升, 同悦锈蚀事件的负面影响趋于消除: 3.15 同悦被曝出“锈蚀事件”后, 公司轿车销量受到了直接冲击, 4 月份公司轿车销量环比下滑高达 35%。所幸的是, 根据最新了解公司 5 月份轿车终端市场实销辆已好于 4 月份, 实现环比回升。这也说明同悦锈蚀事件的负面影响已趋于消除, 加上今年 8 月份全新车型——和悦 A30 将正式上市, 我们预计公司全年轿车销量并不至于出现明显下滑, 对此不必过于担心。此外值得说明的是, 公司对 3.15 事件进行了系统的、深刻的反思, 并已采取了诸如成立客户关系管理部、定期邀请客户访问公司、领导定期走进经销商等一系列新举措, 公司还提出重塑营销体系。我们认为公司痛定思痛、洗心革面式的系列举措将使公司密切掌握客户需求以及舆情变化, 带动公司客户、媒体关系改善, 同时也将促使公司更加严格管控产品品质, 最终“化危为机”, 有助于公司品牌形象的明显改善。

S5 销量尚处于爬坡期, 随着配置逐渐完善其销量有较大的提升空间: 公司预计 5 月份 S5 销量为 3000 多台, 仍处于较低水平。我们认为, 目前处于行业淡季, 且 S5 目前在售车型仅有 2.0T 车型, 价格相对较高, 配置也不够丰富是其 5 月销量相对较低的主要原因。随着 S5 未来匹配 2.0L 自然吸气发动机、天窗、自动挡等更多车型的上市, 加上公司推广活动的渐入佳境, 我们认为 S5 销量将有较大的提升空间。我们预计 S5 到下半年旺季月销量有望上升至 6000-7000 台, 全年实现 4 万台销量目标仍不是难事。

提高毛利率是公司既定目标, 提升趋势更值得关注: “以效益为中心”是公司新管理层上台后提出的核心经营理念, 以效益为中心的本质也就是提高公司整体盈利能力。在这方面, 我们认为公司的改善趋势是非常确定的。一方面, 今年以来原材料价格较低, 客观上有利于公司盈利能力改善; 另一方面, 公司已采取多方面措施全力提高盈利能力, 如推行新产品目标成本管理、推进原材料集中采购、提高材料利用率等都是行之有效的举措。此外, 公司高层多次表示, 致力于维护价格体系, 绝不打价格战, 这也是保证公司较好盈利能力的关键。今年一季度, 公司毛利率已达到 16.53%, 同比提高 1.63 个百分点, 我们认为公司毛利率仍有提升空间。盈利能力的提高也是公司未来业绩改善的关键因素之一, 值得持续重点关注。

公司在新能源汽车方面具有一定领先优势, 可为公司锦上添花。公司在电动汽车商业化方面已国内领先, 近几年来纯电动汽车销量及运行里程居于行业之冠。在核心零部件方面, 公司已自制电机及电池管理系统。尤为引人注目的是, 公司已同美国 GTA 签订 2000 台电动汽车出口美国协议。在未来发展方面, 公司将开发新一代电动汽车专用平台并将大力研究混合动力技术。我们认为, 依托公司在纯电动汽车示范运营中已取得的领先的技术和经验积累, 公司有望充分受益未来我国新能源汽车商业化进程的加快, 这一点也不失为公司基本面的有意亮点。

投资建议

当前正处于行业淡季, 且公司 A30 延迟至 8 月份上市, 短期内公司销量方面可能难有超预期表现。尽管如此, 我们认为公司全年销量目标的实现仍无疑问, 而且公司盈利能力改善才是公司今年业绩增长的更关键因素也更值得密切关注。我们维持公司 13-14 年分别为 0.70、1.10 元的 EPS 预测, 维持公司“买入”评级。

■ 附录：股东会交流纪要

1、有关新能源汽车方面的情况

合肥是私人购买新能源汽车试点城市，国家支持比较大，公司自己也有认识。节能产品带来的好处是用户既满足了代步要求，又能节约成本。

公司新能源汽车的运行规模是国内最大的，一共 4000 多辆车。要说公司在这方面有什么核心技术，最重要的是手头有上千万行驶里程带来的技术积累。公司有 7-8 辆车，从 08 年到现在持续行驶，通过这些公司的管理技术、控制技术不断完善。

在核心零部件方面，我们做了电机，有部分自己的电机，噪音、效率都不错。电机控制模块也是自己在生产制造。电池模组方面，电池管理系统、控制程序是我们自己在写等方面。

谈续航里程，不能脱离电池容量。江淮电池重量控制在 200-230 公斤，现在可以做到 150 公里，在国内还是比较先进的。电池还要再突破的话，磷酸铁锂是受限制的，也就这样了。下一步我们提出 200 公斤电池，续航里程达到 200 公里，这个要用三元材料，公司正在做工作。

目前，公司现有电动车都是在现有成熟轿车平台上开发的，其实不尽合理。公司将重新开发全新的新能源汽车平台，将有利于电池组的布置，纯电动车明年年底第五代就能出来。

合肥今年买了 500 台我们的电动车做出租车，让我们自己运营，江淮不自觉就成为了合肥最大的出租车公司。

混合动力车未来还是主流。我们还开发了增程式混合动力车，因为我们充分认识到混合动力未来 10 年内还是主流，我们在加大力度开发。其实无论哪种混动，现在做纯电动的开发都是基础，因为都离不开电池、电机以及整车的开发。

丰田计划在未来 5 年内将其所有产品都换为混动，卡罗拉级别的车它的百公里油耗可以做到 3.8L，这是很惊人的数据。但在混合动力方面，丰田几乎把能想到的都注册专利了，福特没办法，只好买了丰田的专利，多少钱不知道。欧洲又有 P1/P2/P3/P4 方案，我们也在抓紧研究。

与 GTA 的合作：首先是这家公司有这个需求，这家美国公司的管理者是中国人，太了解中国的技术发展了。他可能觉得江淮虽然说得比较少，但技术上还是比较成熟可靠的。上半年会先出 200 辆，先去美国市场试一试。我们做事情一直都是先稳妥再积极，如果有实质性进展，我们会再做宣传。

2、有关 315 事件对公司销量的影响及公司针对性的改进措施

315 之后，公司轿车销量确实受到比较大的影响，但其它车型受影响很小。轻卡本月销量接近 19000，重卡已经连续 3 月都过了 3000 台，客车底盘也很稳定。轿车方面，4 月比 3 月降幅过大确实有 315 的影响。从监控数据看，315 影响的第一周有退订的现象，到了 3 月末退订的现象就没有了；到 4 月 20 日左右，有部分原来退订的客户又回来了。目前看，5 月份实销数据要超过 4 月份，当然还要看本月行业的数据情况，如果行业环比回升幅度比我们大的话，就说明我们还是自身原因（可能性小，按正常季节规律 5 月份行业轿车销量小于 4 月）。

终端的销量已经基本企稳了，但品牌塑造是更长期的过程。为了加强媒体、经销商、网络论坛等方面意见的收集，我们成立了客户关系管理部，专门跟踪这方面情况。我们开始每月邀请客户走进江淮，听取客户的意见和建议；本月已邀请和悦、和悦 RS 的车主走进生产线。我们还有高管走进经销商，在品牌推广、网络建设管理等方面听取经销商意见，形成改进计划。我们提出重塑营销体系，建立以客户为中心的营销体系，目的就是要对客户切身利益维护好、发展好，这方面内外部的一系列政策已经在储备，二季度将重点推进。

3、有关 S5 的销量

S5 本月突破 3000 多台，无论哈弗 H6、全球鹰，上市头 3 个月销量都不是很高。S5 暂时销量不是很高有渠道上的差距，也有很多配置还没上市的原因。2.0L 自然吸气的发动机下个月可以大批量供货，天窗版再下个月（7 月

份)可以批量供货,争取年底 1.5GTI 的可以小批量供货。自动挡车型方面,我们一方面是全力以赴把 DCT 做成熟;另一方面,我们争取配 AT 的车型明年一季度可以投放市场。

S5 平均每个月能卖 4000 台就会很满意了,当然前提是坚决守住价格。现在很多企业都在做 SUV,我们首先要求是坚决不打价格战,守住价格,月均 4000 台就是有贡献的规模。

4、有关国际市场开拓

我们的目标是 20%销量在国际市场,今年目标是 7 万辆。国际市场很复杂,有关税壁垒,有地缘政治复杂性,还有气候差异等等。目前情况,江淮在南美是自主品牌中最好的,很稳定,占了公司出口量的一半。在海外建厂方面,公司是能不建厂就不建,巴西建厂还在谈判,江淮不控股,这一方面我们首先想的就是风险控制。

公司越南有一个底盘组装厂,在斯里兰卡、缅甸等低端市场卖得很好,在新加坡、澳大利亚等高端市场,公司也正在突破,总体公司在亚洲开拓还不错。

5、有关毛利率的提升

毛利率是利润的要害,长城 60 亿元的净利,25%毛利率,我们只有 15%。针对现有产品,公司基于全面预算管理,要求每个人都要会算账,在销售单元也做了很多优化;针对未来新产品,则是全面推进新产品目标成本管理,以前商用车是先开发后定价,因为公司对商用车还有一定定价权,但乘用车价格不是我们决定的,是市场决定的,这方面公司以前吃过亏,所以盈利能力不是很好。公司二代产品严格按照目标成本管理来,从产品立项开始,整个研发阶段都要考虑成本、质量以及配套商等多方面的因素,因此二代产品盈利能力比一代产品会有大幅改善。

在提高毛利率方面,举个例子,我们努力提高材料利用率。材料利用率方面,国内自主品牌一般在 50%左右,上海大众可达 65%左右。我们有专门的项目在做。另外,今年橡塑件我们通过集中采购,30%左右的采购成本降低也是可能的。比如轮胎,商用车这边已经得以体现,乘用车这边也在谈,佳通等企业已答应给一些让利。另外像维修费,年初公司提出要下降 20%,当然该做的保养等一项也不能少,我们实际下降了 23%。

6、后续的新车型推出计划

和悦 A30 计划今年 8 月份上市,手动档的产品现在就生产出来,但公司想到时有自动挡的一起上,CVT 的自动挡 8 份就会有。今年年底与 A30 同平台的 SUV,也就是 S30 也会上市。

明年第二代同悦,也就是和悦 A20 会上市,这个车作为家用车,自我感觉还是不错的。另外还有 M6,这是高端保姆车,卖多少不重要,国外产品要卖 50-60 万,我们国产化的卖 25 万左右也很赚钱了,还能拉升品牌。纵使卖 1 万辆也很赚钱,一台车可以赚几万块钱。

7、有关未来资本开支、库存、产能、经销网络等

资本开支: 我们的资本支出都是靠自己的滚动开发推动的,靠的是内生动力。每年 3%的研发投入是要保证的,这个不会有很大变化,都在滚动发展。

产能: 江淮到明年年底单班就有 65 万产能,双班就是 130 万辆,乘用车商用车各占一半,已经很客观可。我们没有什么产能建设的任务了,因此我们提出产房内闹革命,不会再在产能上下很多功夫。

微车: 我们的微车项目其实不是微车,而是介于微卡与轻卡之间的车。这种车国际市场上现代起亚每台卖 2.8 万美元,每年出口 5 万台,现在这个国际市场基本被现代独享。

库存: 现在的库销比 2,个别车型还在铺货,但库存我们一直在严格控制,家里存货控制得更紧。

经销网络: 我们的网络以前分,后来又合,以后怎么做现在还在研究阶段。网络可以是有形的,可以是无形,没有完全之策。这对我们现在是挑战,是重大课题,正在紧锣密鼓的研究推进。

8、对行业的判断

卡车还是很难,国家正式宣告说不搞 4 万亿了,这对商用车肯定有影响。乘用车是稳定的,消费到了一定阶段跟宏观没关系,轿车还会有一定增长。全年看,行业销量过 2000 万可能性还是很大的。江淮肯定比行业好。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-09	增持	8.49	N/A
2	2012-10-31	增持	5.17	N/A
3	2012-12-03	增持	5.43	6.40
4	2013-02-05	买入	8.63	8.40 ~ 11.00
5	2013-03-31	买入	5.84	N/A
6	2013-04-30	买入	7.74	N/A
7	2013-05-12	买入	8.90	11.00 ~ 14.00

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net